

2018. 2. 13



▲ **유통/화장품**

Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA **윤보미**
02. 6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 102,000 원

현재주가 (2.12) 89,200 원

상승여력 14.3%

KOSPI	2,385.38pt
시가총액	66,738억원
발행주식수	7,482만주
유통주식비율	69.44%
외국인비중	59.01%
52주 최고/최저가	111,000원/85,900원
평균거래대금	160.8억원

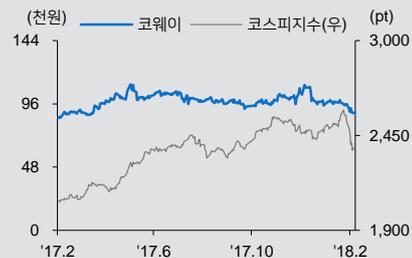
주요주주(%)

코웨이홀딩스 외 7 인	26.96
GIC Private Limited	7.25
Lazard Asset Management LLC 외	6.86

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.7	-10.4	3.8
상대주가	-5.5	-12.8	-9.7

주가그래프



코웨이 021240

4Q17 Review: 점유율 수성하기

- ✓ 4분기 실적, 시장 컨센서스 대비 영업이익 소폭 하회
- ✓ 기존 고객 점유율 수성을 위한 마케팅 비용이 증가했기 때문
- ✓ 말레이시아 및 미국 등 적극적인 해외 확장으로 수출 30% 성장 전망
- ✓ 신규 카테고리를 통한 Q 확대와 얼음정수기 사태 이전 수준의 P 회복 관건
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 102,000 원으로 하향

4분기 영업이익 1,071 억원 (+11.1% YoY) 기록

코웨이의 연결기준 4분기 실적은 매출액 6,536 억원 (+6.4% YoY), 영업이익 1,071 억원 (+11.0% YoY)을 달성하여 당사 추정치 및 시장 컨센서스 대비 소폭 하회했다. 기대치 대비 영업이익이 하회한 이유는 기존 고객 점유율 수성을 위한 마케팅 비용이 증가했기 때문으로 추산된다. 따라서 해약률은 역대 최저 수준인 0.86%를 기록하였으나 광고선전비 및 기타 판관비가 각각 46.8% YoY, 20.2% YoY 증가했다. 4분기 렌탈 매출액은 4.9% YoY 증가한 3,785 억원을 기록하였으며 해외 수출은 +29.1% YoY 증가하였고 특히 말레이시아 법인에서 +40.9% YoY 성장했다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 102,000 원으로 하향

2018년 코웨이의 매출액은 2.7조 원 (+7.5% YoY), 영업이익 5,210 억원 (+10.2% YoY)이 예상된다. 말레이시아 및 미국 등 적극적인 해외 확장으로 수출이 30% 성장하고 화장품 또한 10%대 성장률로 강화될 전망이다. 한편 코웨이는 프리미엄 제품 중심으로 국내 렌탈 시장 내 경쟁 우위를 확고히 구축하고 있으나 증저가 후발주자들의 높은 성장으로 점유율 하락이 지속되고 있다. 따라서 의류 청정기 등 신규 카테고리를 통한 계정 확대와 얼음정수기 사태 이전 수준의 평균가격 회복이 가시화되기까지 주가 상승폭은 제한적일 것으로 판단한다. 따라서 코웨이에 대해 투자의견 Trading Buy 를 유지하고 2018년 실적 추정치 (지배주주순이익 추정치 -6.5% 하향) 및 목표 PER (최근 5년 평균 24 배 대비 국내 성장률 둔화 감안한 15% 할인 적용)을 하향 조정하여 적정주가 102,000 원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	2,376.3	338.8	243.7	3,167	-28.9	15,486	27.9	5.7	12.2	20.1	66.3
2017P	2,516.8	472.7	326.0	4,327	36.6	17,082	22.6	5.7	10.5	26.5	55.6
2018E	2,705.7	521.0	382.0	5,106	18.0	19,007	17.5	4.7	8.6	28.3	45.4
2019E	2,881.6	564.8	415.9	5,559	8.9	21,289	16.0	4.2	7.9	27.6	36.2
2020E	3,025.6	596.1	443.7	5,931	6.7	23,653	15.0	3.8	7.4	26.4	34.1

(십억원)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	653.7	614.1	6.4	629.6	3.8	659.2	-0.8	659.2	-0.8
영업이익	107.1	96.4	11.0	124.2	-13.8	116.7	-8.3	116.7	-8.4
세전이익	89.1	103.2	-13.7	124.2	-28.3	113.7	-21.7	117.4	-24.1
지배주주순이익	61.7	77.8	-20.7	93.5	-33.9	85.1	-27.5	88.5	-30.2
영업이익률 (%)	16.4			19.7		17.7	-1.3%p	17.7	-1.3%p
지배주주순이익률 (%)	9.4			14.8		12.9	-3.5%p	13.4	-4.0%p

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017P	2018E	2017P	2018E
매출액	2,522.3	2,729.4	2,516.8	2,705.7	-0.2	-0.9
영업이익	482.4	548.6	472.7	521.0	-2.0	-5.0
지배주주순이익	352.8	408.7	326.0	382.0	-7.6	-6.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	2,376.3	610.2	623.4	629.6	653.6	2,516.8	654.2	663.8	677.2	710.6	2,705.7
증가율 (% YoY)	2.6	-2.2	12.3	7.9	6.4	5.9	7.2	6.5	7.6	8.7	7.5
매출원가	812.2	193.1	194.9	195.0	215.6	798.6	206.7	207.8	209.9	234.5	858.9
증가율 (% YoY)	11.4	-6.7	-2.1	1.3	1.0	-1.7	7.1	6.6	7.7	8.8	7.6
매출원가율 (%)	34.2	31.6	31.3	31.0	33.0	31.7	31.6	31.3	31.0	33.0	31.7
매출총이익	1,564.2	417.1	428.5	434.6	438.1	1,718.2	447.5	456.0	467.3	476.1	1,846.8
증가율 (% YoY)	-1.4	0.1	20.4	11.1	9.3	9.8	7.3	6.4	7.5	8.7	7.5
매출총이익률 (%)	65.8	68.4	68.7	69.0	67.0	68.3	68.4	68.7	69.0	67.0	68.3
판매비	1,225.4	296.2	307.9	310.5	331.0	1,245.6	314.0	326.6	329.4	355.8	1,325.8
증가율 (% YoY)	9.7	7.1	-10.5	9.3	8.8	1.7	6.0	6.1	6.1	7.5	6.4
판매비중 (%)	51.6	48.5	49.4	49.3	50.6	49.5	48.0	49.2	48.6	50.1	49.0
인건비	315.1	82.5	90.9	85.6	83.9	342.9	86.6	95.4	89.9	88.1	360.0
증가율 (% YoY)	5.6	3.4	14.8	11.5	5.7	8.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출대비 (%)	13.3	13.5	14.6	13.6	12.8	13.6	13.2	14.4	13.3	12.4	13.3
판매수수료	371.4	89.6	97.4	99.5	99.9	386.4	94.1	102.2	104.5	104.9	405.7
증가율 (% YoY)	13.5	3.5	-1.0	8.7	5.2	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출대비 (%)	15.6	14.7	15.6	15.8	15.3	15.4	14.4	15.4	15.4	14.8	15.0
렌탈자산폐기손실	47.4	11.4	10.6	11.7	9.8	43.4	11.7	10.9	12.1	10.0	44.7
증가율 (% YoY)	16.5	13.6	-17.8	8.0	-28.3	-8.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
매출대비 (%)	2.0	1.9	1.7	1.9	1.5	1.7	1.8	1.6	1.8	1.4	1.7
해약률 (%)	1.20	1.20	1.19	1.00	0.86	1.06					
광고선전비	39.4	7.6	11.6	8.3	14.8	42.4	8.4	12.8	9.1	16.3	46.6
증가율 (% YoY)	-15.0	-44.2	6.3	74.9	46.8	7.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출대비 (%)	1.7	1.2	1.9	1.3	2.3	1.7	1.3	1.9	1.3	2.3	1.7
지급수수료	165.6	48.4	39.4	41.6	45.0	174.4	50.8	41.4	43.7	47.3	183.1
증가율 (% YoY)	-1.7	4.4	7.3	1.7	8.2	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출대비 (%)	7.0	7.9	6.3	6.6	6.9	6.9	7.8	6.2	6.5	6.7	6.8
기타	287	56.7	58.0	63.8	77.6	256	62.4	63.8	70.2	89.2	286
증가율 (% YoY)	18.4	0.1	-45.3	7.5	20.2	-10.6	10.0	10.0	10.0	15.0	11.5
영업이익	338.8	120.9	120.6	124.1	107.1	472.7	133.5	129.4	137.9	120.3	521.0
증가율 (% YoY)	-26.9	-2.2	919.4	16.0	11.0	39.5	10.4	7.3	11.1	12.3	10.2
영업이익률 (%)	14.3	19.8	19.3	19.7	16.4	18.8	20.4	19.5	20.4	16.9	19.3

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	2,376.4	610.2	623.4	629.6	653.6	2,516.8	654.2	663.8	677.2	710.6	2,705.7
증가율 (% YoY)	2.6	-2.2	12.3	7.9	6.4	5.9	7.2	6.5	7.6	8.7	7.5
기타자회사 (해외 등)	171.8	38.3	48.3	45.0	69.0	200.6	46.0	55.6	51.7	79.3	232.6
증가율 (% YoY)	11.7	-16.8	50.7	36.3	13.6	16.7	20.0	15.0	15.0	15.0	16.0
코웨이 (별도)	2,204.5	571.9	575.0	584.6	584.6	2,316.2	608.2	608.2	625.5	631.2	2,473.1
증가율 (% YoY)	2.0	-1.0	10.0	6.2	5.7	5.1	6.3	5.8	7.0	8.0	6.8
렌탈	1,424.2	369.5	379.5	378.5	378.5	1,506.0	380.7	390.9	393.8	399.6	1,565.0
증가율 (% YoY)	-4.5	-2.8	20.0	3.1	4.9	5.7	3.0	3.0	4.0	5.6	3.9
계정수 (천대)	4,856	4,875	4,923	4,935	4,970	4,926	4,973	5,021	5,034	5,094	5,030
증가율 (% YoY)	2.5	0.6	0.4	2.1	2.7	1.4	2.0	2.0	2.0	2.5	2.1
ARPU (월)	24,450	25,264	25,696	25,565	25,387	25,478	25,517	25,953	26,076	26,149	25,924
증가율 (% YoY)	-6.8	-3.4	19.6	1.0	2.1	4.2	1.0	1.0	2.0	3.0	1.7
멤버십	167.5	37.8	36.7	35.9	34.3	144.7	36.7	35.6	34.8	33.2	140.4
증가율 (% YoY)	-6.8	-11.9	-13.5	-14.7	-14.3	-13.6	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
계정수 (천대)	913	838	823	810	778	812	821	807	794	763	796
증가율 (% YoY)	-5.6	-10.5	-11.3	-11.3	-11.1	-11.1	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
ARPU (월)	15,282	15,044	14,879	14,775	14,674	14,843	14,893	14,730	14,627	14,527	14,695
증가율 (% YoY)	-1.3	-1.5	-2.6	-3.8	-3.6	-2.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
일시불	195.8	45.9	50.4	47.3	48.6	192.2	48.2	53.0	49.7	51.0	201.8
증가율 (% YoY)	14.3	-9.0	-6.7	11.0	-0.2	-1.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
화장품	74.2	20.9	18.7	19.4	20.7	79.7	23.0	20.6	21.3	22.7	87.7
증가율 (% YoY)	-10.6	3.9	8.3	6.9	10.8	7.4	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
수출	217.0	68.0	55.5	68.6	67.6	259.7	88.4	72.2	89.2	87.8	337.6
증가율 (% YoY)	45.4	19.9	-7.1	42.6	29.1	19.7	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
기타 (금융리스 포함)	125.9	29.8	34.1	34.9	35.0	133.9	31.3	35.8	36.7	36.8	140.6
증가율 (% YoY)	44.5	9.3	2.9	7.2	6.5	6.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

코웨이 (021240)

Income Statement

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
매출액	2,376.3	2,516.8	2,705.7	2,881.6	3,025.6
매출액증가율 (%)	2.6	5.9	7.5	6.5	5.0
매출원가	812.2	798.6	858.9	910.6	953.1
매출총이익	1,564.2	1,718.2	1,846.8	1,971.0	2,072.6
판매관리비	1,225.4	1,245.6	1,325.8	1,406.2	1,476.5
영업이익	338.8	472.7	521.0	564.8	596.1
영업이익률	14.3	18.8	19.3	19.6	19.7
금융손익	-4.9	-7.3	-4.7	-1.7	0.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.2	-25.5	-7.0	-7.0	-2.0
세전계속사업이익	323.8	439.9	509.4	556.1	594.5
법인세비용	80.4	114.3	127.9	140.8	151.4
당기순이익	243.3	325.6	381.5	415.3	443.1
지배주주지분 손이익	243.7	326.0	382.0	415.9	443.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	357.5	599.5	655.2	670.3	691.4
당기순이익(손실)	243.3	325.6	381.5	415.3	443.1
유형자산상각비	225.0	233.2	249.9	262.4	271.8
무형자산상각비	8.2	7.7	6.6	5.7	4.9
운전자본의 증감	-232.3	25.7	12.6	-14.8	-27.9
투자활동 현금흐름	-367.5	-306.5	-309.2	-308.3	-305.8
유형자산의증가(CAPEX)	-328.2	-300.0	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-0.8	-3.1	-4.1	-3.9	-3.2
재무활동 현금흐름	-40.0	-343.1	-336.4	-340.8	-246.6
차입금의 증감	263.8	-100.0	-100.0	-100.0	0.0
자본의 증가	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-50.0	-50.1	9.6	21.1	138.9
기초현금	116.3	66.3	16.3	25.8	47.0
기말현금	66.3	16.3	25.8	47.0	185.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
유동자산	733.1	691.9	722.1	788.5	964.5
현금및현금성자산	66.3	16.3	25.8	47.0	185.9
매출채권	292.8	279.6	270.6	288.2	302.6
재고자산	70.2	74.2	79.7	84.9	89.1
비유동자산	1,234.6	1,296.8	1,344.5	1,380.3	1,406.8
유형자산	669.4	736.3	786.4	824.0	852.2
무형자산	183.0	175.3	168.7	163.0	158.1
투자자산	52.1	55.2	59.4	63.2	66.4
자산총계	1,967.7	1,988.7	2,066.5	2,168.7	2,371.2
유동부채	735.4	659.3	590.8	520.1	544.1
매입채무	58.7	62.8	67.5	71.9	75.5
단기차입금	340.0	240.0	140.0	40.0	40.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	49.0	51.2	54.1	56.9	59.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8
부채총계	784.4	710.5	644.9	577.0	603.2
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	127.2	127.2	127.2	127.2	127.2
기타포괄이익누계액	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8
이익잉여금	1,179.7	1,275.0	1,419.0	1,589.7	1,766.6
비지배주주지분	0.5	0.1	-0.5	-1.0	-1.6
자본총계	1,183.3	1,278.2	1,421.6	1,591.8	1,768.0

Key Financial Data

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	30,891	33,399	36,163	38,514	40,440
EPS(지배주주)	3,167	4,327	5,106	5,559	5,931
CFPS	9,227	9,131	10,298	11,038	11,638
EBITDAPS	7,435	9,469	10,392	11,132	11,664
BPS	15,486	17,082	19,007	21,289	23,653
DPS	3,200	3,200	3,300	3,400	3,700
배당수익률(%)	3.6	3.3	3.7	3.8	4.1
Valuation(Multiple)					
PER	27.9	22.6	17.5	16.0	15.0
PCR	9.6	10.7	8.7	8.1	7.7
PSR	2.9	2.9	2.5	2.3	2.2
PBR	5.7	5.7	4.7	4.2	3.8
EBITDA	572.0	713.5	777.5	832.9	872.7
EV/EBITDA	12.2	10.5	8.6	7.9	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.1	26.5	28.3	27.6	26.4
EBITDA 이익률	24.1	28.4	28.7	28.9	28.8
부채비율	66.3	55.6	45.4	36.2	34.1
금융비용부담률	0.3	0.3	0.2	0.1	0.0
이자보상배율(x)	55.5	56.4	93.0	199.8	413.9
매출채권회전율(x)	8.7	8.8	9.8	10.3	10.2
재고자산회전율(x)	33.9	34.9	35.2	35.0	34.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:양지혜,윤보미)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4 등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코웨이 (021240) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.31	기업브리프	Buy	116,000	양지혜	-14.5	-2.6	
2016.08.03	기업브리프	Trading Buy	96,000	양지혜	-6.7	2.7	
2016.10.05	기업브리프	Buy	118,000	양지혜	-22.9	-18.2	
2016.12.08	기업브리프	Buy	118,000	양지혜	-23.9	-18.2	
2017.02.16	기업브리프	Trading Buy	105,000	양지혜	-10.6	-1.0	
2017.05.02	기업브리프	Trading Buy	117,000	양지혜	-12.4	-5.1	
2017.06.08	산업분석	Trading Buy	117,000	양지혜	-12.2	-5.1	
2017.07.20	기업브리프	Trading Buy	117,000	양지혜	-14.3	-5.1	
2018.01.10	기업브리프	Trading Buy	117,000	양지혜	-14.8	-5.1	
2018.02.13	기업브리프	Trading Buy	102,000	양지혜	-	-	